



KEMPEN CAPITAL MANAGEMENT

25 juni 2015

Pensioenfondsen en hedgefondsen: mismatch of meerwaarde?

Het afgelopen jaar heeft een aantal pensioenfondsen in binnen- en buitenland de beslissing genomen om hun beleggingen in hedgefondsen te beëindigen. Bekende voorbeelden zijn het Amerikaanse CalPERS en de Nederlandse fondsen PMT en PFZW. Andere fondsen, zoals ABP, zijn juist erg tevreden over de beleggingen in hedgefondsen. In dit artikel gaan we in op de redenen die de genoemde pensioenfondsen aandragen om de allocatie naar hedgefondsen te stoppen en geven we de KCM-visie weer op het beleggen in hedgefondsen vanuit de invalshoek van een pensioenfonds.

Performance

Waar de meeste partijen geen melding van doen bij de mededeling dat zij stoppen met het beleggen in hedgefondsen, is de performance. Uit openbare bronnen blijkt dat in ieder geval twee van de drie afscheidnemende pensioenfondsen die in dit artikel aan bod zijn komen geen aansprekende resultaten hebben behaald met het beleggen in hedgefondsen. Een van de redenen dat ABP haar programma juist verdedigt in het jaarverslag van 2014, is dat de prestaties goed waren. Zo schrijft het fonds over hedgefondsen: 'Deze categorie heeft relatief hoge kosten, maar daar staan stabiele rendementen tegenover waarmee het risico in de portefeuille wordt verlaagd. Over de afgelopen vijf jaar heeft ABP in de categorie hedgefondsen een rendement na kosten gerealiseerd van 9,9%.'

Nederlandse pensioenfondsen die nog wel in de categorie beleggen kunnen vaak betere rapportcijfers overleggen. Zij zijn wellicht minder geneigd om hun allocatie gedag te zeggen: in de huidige omgeving van lage rentes en lage risicopremies hebben ze wellicht een van de oplossingen in handen voor het indexatieprobleem. Amerikaanse pensioenfondsen lijken er in ieder geval zo over te denken, want volgens Preqin neemt het aantal public pension funds dat in hedgefondsen belegt nog steeds toe (van 234 in 2010 naar 269 in 2014) net als het percentage van de portefeuille dat in hedgefondsen belegd wordt (van 7,2% in 2010 naar 8,6% in 2014).

Dit zijn de voornaamste redenen waarom pensioenfondsen naar eigen zeggen stoppen met beleggen in hedgefondsen:

1. Kosten
2. Complexiteit
3. Bijdrage aan indexatie-ambitie
4. Sceptische houding ten opzichte van actief beheer
5. Transparantie
6. Duurzaamheid
7. Schaalbaarheid

1. Kosten

De kosten die hedgefondsen in rekening brengen zijn inderdaad hoog en bestaan vaak uit een vaste beheervergoeding van tussen de 1% en 2% per jaar, plus een prestatievergoeding van 20% van de behaalde winst. Hoewel er meestal wel met een 'high watermark' gewerkt wordt dat ervoor zorgt dat er alleen prestatievergoeding in rekening gebracht mag worden als een fonds alle historische verliezen heeft weggewerkt, geldt vaak ook dat er geen 'hurdle' is die eerst verslagen moet worden voor er een prestatievergoeding geïnd mag worden. De verdiensten van succesvolle hedgefondsmanagers zijn zo hoog dat de industrie grote aantrekkingskracht heeft op beleggers en nogal wat goudzoekers aantrekt. KCM vindt dat de gemiddelde hedgefondsmanager zijn kosten niet waard is (verschillende studies tonen aan dat rendementen van hedgefondsindices vrijwel volledig verklaard kunnen worden door een aantal traditionele risicofactoren) en gelooft in een zeer selectieve aanpak. Daarbij geldt dat er een positieve trend is qua kosten. In de jaren tachtig en negentig belegden vooral vermogende particulieren in hedgefondsen. Zij waren minder kritisch op kosten dan de institutionele beleggers die vandaag de dag in hedgefondsen investeren.

Sinds de crisis van 2008 is de focus op kosten toegenomen en hoewel het wat KCM betreft nog niet snel genoeg gaat, is er wel degelijk een kentering ontstaan en dalen de kosten nu geleidelijk. Eerlijkheid gebiedt te zeggen dat veel hedgefondsen met een goed, langjarig 'track record' niet snel geneigd zijn om hun kosten te verlagen, maar nieuwe partijen komen nu vrijwel uitsluitend met een concessie naar de markt. Daarnaast is het tegenwoordig gebruikelijk om beleggers een korting te geven voor omvang en indien men bereid is het geld langer vast te zetten door middel van 'lock-ups'. De populariteit van co-investeringen in de industrie is ook gedeeltelijk te verklaren doordat het prijskaartje van een co-investering lager ligt, vaak op 1% beheervergoeding en 10% prestatievergoeding. Ten slotte geven managers die veel

traditionele bèta (aandelen, credit spreads) met zich meebrengen vaak blijkt van enige zelfkennis door hun tarifiering hier op aan te passen in de vorm van lagere beheer- en prestatievergoedingen.

Funds of hedge funds managers (zoals KCM) slagen er steeds vaker in met gebundelde krachten te onderhandelen over kosten. Het is wel van belang focus te houden en kosten niet centraal te stellen in het manager selectieproces: dit om een negatieve selectie-bias te voorkomen. KCM is wel bereid te betalen voor hedgefondsen die enerzijds unieke rendementsbronnen ontsluiten (die van toegevoegde waarde zijn voor een traditionele portefeuille van aandelen en obligaties) en anderzijds pure alpha kunnen genereren dankzij de specifieke vaardigheden van een manager. Alpha in de markt is schaars, dus het belang van selectiviteit is hoog. KCM is niet bereid 'hedge fund fees' te betalen voor managers die veel traditionele bèta oppikken en beperkte alpha. Dit verklaart dan ook de lagere weging naar L/S Equity binnen de hedgefondsportefeuilles van KCM vergeleken met de internationale peer group.

Nederlandse pensioenfondsen zijn de laatste jaren in hun rapportages steeds transparanter geworden over de kosten van vermogensbeheer. Opvallend is dat de veelal bescheiden allocaties naar hedgefondsen en private equity een groot gedeelte van die totale kosten beslaan. Omdat de meeste traditionele asset classes erg goed gepresteerd hebben de afgelopen jaren rijst de vraag bij bestuurders wat de toegevoegde waarde is van deze 'dure' beleggingen, die bovendien als bovengemiddeld complex worden ervaren. Het gevolg is dat de allocatie naar hedgefondsen ter discussie komt te staan in beleggingsadviescommissies van pensioenfondsen.

Vooruitblikkend denkt KCM dat hedgefondsen wel degelijk van toegevoegde waarde kunnen zijn voor pensioenfondsen, mits er sprake is van beleggingen die unieke niet-traditionele rendementsbronnen en alpha kunnen combineren. Bijvoorbeeld managers die actief zijn in distressed debt of bepaalde minder liquide hoeken van de structured credit markt kunnen deze eigenschappen bieden en daarnaast profiteren van een liquiditeitspremie in die markten. Zolang met dergelijke beleggingen het portefeuillerendement per eenheid risico verbeterd kan worden, is er wat KCM betreft plaats voor hedgefondsen in pensioenfonds-portefeuilles. De argumenten daarvoor winnen in de huidige laagrentende omgeving alleen maar aan kracht. ABP besteedt in haar jaarverslag over 2014 aandacht aan de kosten van hedgefondsen en verdedigt de positie van het fonds om 5% (van €343 miljard per ultimo 2014) in de categorie te beleggen:

“...Wat opvalt is dat alternatieve beleggingen duurder zijn dan liquide beleggingen. Het meest in het oog springend zijn de categorieën private equity en hedgefondsen. Deze categorieën maken samen 9,3% van de portefeuille uit, maar dragen 41,8 basispunten bij aan de totale 73,6 basispunten aan vermogensbeheerkosten. Het fonds behaalt met beleggingen in hedgefondsen, over de langere termijn, rendementen die vergelijkbaar zijn met die van beleggingen in aandelen, maar tegen een lager risico.

...Alternatieve beleggingen zijn, onder andere vanwege een illiquiditeitspremie en diversificatie-voordelen, aantrekkelijke categorieën in de beleggingsmix. ABP kan door een hogere allocatie naar illiquide beleggingen duurder zijn in vergelijking met andere fondsen. Het bestuur van ABP vindt deze hogere kosten echter gerechtvaardigd aangezien deze categorieën een positieve bijdrage leveren aan het risico- en rendementsrisicoprofiel van ABP.”

2. Complexiteit

Sommige hedgefonds-strategieën zijn minder complex dan andere. Het implementeren van een L/S Equity strategie in large caps in een ontwikkelde markt is niet al te ingewikkeld en de ‘barriers to entry’ voor een dergelijke strategie zijn niet al te hoog. Door de moordende concurrentie van zowel long only beleggers als andere hedgefondsen is het dan ook niet eenvoudig om kwalitatief hoogwaardige rendementen te behalen in deze strategie. Zeker niet met de hoge kosten als drempel in gedachten.

In complexere markten is de concurrentie veelal minder doordat specifieke, specialistische vaardigheden gevraagd worden die schaars zijn. Teruggebracht tot de essentie: iedereen kan een aandeel Apple kopen, maar het kopen van een MGM banklening op een scherpe discount, het herstructureren van het bedrijf, eerst financieel en daarna operationeel, is alleen weggelegd voor partijen die goede relaties hebben met de afdeling bijzonder beheer van banken, uitstekende kennis van faillissementsrecht hebben, in staat zijn om een inschatting te maken van de kapitaalstructuur die nodig is voor een gezonde bedrijfsvoering van een onderneming, en ten slotte bestuurders en ideeën kunnen aandragen voor een bedrijf om zich gezond op de toekomst te kunnen richten.

Los van de benodigde specifieke kwaliteiten zijn de vraag-aanbod verhoudingen vaak in het voordeel van distressed debt beleggers. Zij slaan veelal hun slag in tijden van stress: Wanneer banken, CLO’s en traditionele ‘high yield’ beleggers opgeschrikt worden door een naderend faillissement en allemaal op zoek gaan naar de uitgang, is het moment daar voor distressed beleggers om hun positie op te bouwen. Het

gedrag van alle partijen in zo'n stresssituatie is verklaarbaar. Banken, CLO's en high yield beleggers hebben vaak niet de mogelijkheid om in 'defaulted securities' te beleggen of geen personeel om een onderneming in faillissement te herstructureren. Deze scheve vraag-aanbod verhouding biedt distressed beleggers meestal een 'margin of safety' die in minder complexe strategieën niet voorhanden is.

Geheel intuïtief schrijven Sun et al. [2012] in 'The Road Less Travelled: Strategy Distinctiveness and Hedge Fund Performance' dat eenvoudige handelsstrategieën weinig economische winst bieden. Strategieën die door middel van bepaalde factor exposures eenvoudig nagebootst kunnen worden, bieden ook weinig tot geen toegevoegde waarde volgens Titman and Tiu [2011] in 'Do the Best Hedge Funds Hedge?'. Beide artikelen werden gepubliceerd in the Review of Financial Studies. Mladina [2015] vat de twee artikelen samen in een recent artikel in the *Journal of Portfolio Management* ('Illuminating Hedge Fund Returns to Improve Portfolio Construction') en stelt dat deze studies laten zien dat de best presterende hedgefondsen unieke en niet-gecorrleerde bronnen van rendement bieden. Met andere woorden, de bestpresterende hedgefondsen zijn ook de beste 'diversifiers' van een traditionele portefeuille.

KCM schuwt complexiteit (en een bepaalde mate van illiquiditeit) niet bij de beleggingen in hedgefondsen, zolang daar een aantrekkelijke verwachte vergoeding tegenover staat en we de strategie begrijpen. Het is een van de ingrediënten die strategieën als distressed debt, insurance-linked securities (ILS), structured credit en MENA equities interessant maken. In een wereld waarin het risicovrije rendement rond de 0% schommelt en risicopremies flink gedaald zijn, neemt het belang van alternatieve rendementsbronnen zoals complexiteitspremies toe. In complexiteit schuilen ook risico's, dus het is van belang ervaren specialisten 'due diligence' te laten verrichten op fondsen die zich in complexere markten bewegen, zodat mogelijke valkuilen omzeild kunnen worden.

3. Bijdrage aan indexatie-ambitie

Pensioenfondsen hebben hun beleggingsportefeuilles flink zien groeien de afgelopen jaren. Helaas zijn de verplichtingen door de dalende rente ook hard gestegen onder invloed van het monetaire beleid en de kwantitatieve verruiming die alle grote centrale banken (Fed, ECB, BoJ) hebben uitgerold. Als gevolg van dit beleid is de hele curve aan risicopremies ingekomen en zijn de verwachte toekomstige rendementen op traditionele asset classes gedaald. In een ideale wereld zou de rendementsportefeuille een pensioenfonds in staat moeten stellen om de

pensioenuitkeringen te indexeren en het hoofd te bieden aan de stijgende levensverwachting. Sinds de verplichtingen zo hard gestegen zijn, lijkt dat nu erg moeilijk voor veel fondsen.

Terugblikkend op de afgelopen jaren hebben traditionele asset classes beter gepresteerd dan hedgefondsen en is het verleidelijk de conclusie te trekken dat hedgefondsen niet hebben bijgedragen aan de indexatie-ambitie. Vooruitblikkend is dit niet per se een logische conclusie. Rendementsverwachtingen voor diverse traditionele asset classes zijn sterk afgenomen en als hedgefondsen na kosten een rendement van cash plus 4% kunnen behalen, zouden ze wel degelijk bij kunnen dragen aan de indexatie-ambitie. Zolang de portefeuille uiterst selectief wordt samengesteld - met als doelstelling om complementair te zijn aan de bestaande portefeuille van aandelen en obligaties door het rendement per eenheid risico te verhogen- (of het risico per eenheid rendement te verlagen) dan gelooft KCM sterk in de toegevoegde waarde van hedgefondsen binnen een traditionele portefeuille.

4. Sceptische houding t.o.v. actief beheer

Veel pensioenfondsen hebben de afgelopen jaren de beslissing genomen om een deel van de portefeuille passief in te vullen. Dit is gedreven door de soms teleurstellende resultaten van actieve managers en de relatief hoge kosten van actief beheer. In de meest liquide, efficiënte markten zoals Amerikaanse en Europese large cap aandelen zijn passieve beleggingsoplossingen verkrijgbaar tegen zeer scherpe tarieven; zo laag zelfs dat door middel van een 'securities lending' programma de kosten geneutraliseerd kunnen worden. Een sceptische houding ten opzichte van actief beheer in traditionele asset classes is terecht volgens KCM; helemaal in de context van 'hedge fund fees'.

Daar waar er exposure is naar traditionele markten verwacht KCM van haar managers een hoge mate van originaliteit. Vooral in L/S Equity is dit een thema. Zoals eerder aangegeven is het de mening van KCM dat de gemiddelde hedgefonds manager zijn kosten niet waard is. Dit wordt in zekere zin bevestigd door de research van Novus, die de topposities van alle hedgefondsen met Amerikaanse aandelenexposure aggregereert op basis van 13-F filings. Per 31 maart 2015 levert dit een top-10 op bestaande uit Apple, Microsoft, Google, Actavis, Johnson & Johnson, Facebook, Google, JPMorgan, Pfizer en Exxon Mobile. Gechargeerd gezegd, een inspiratieloze top-10 die geen hoge kosten waard is. Ter indicatie, in het vlaggenschip fonds van KCM bestaat de top-10 aandelen per die datum uit OSG, Golar LNG, Shake Shack, Asos, Nextera, Gree Electric, HDFC Bank, Inner Mongolia Yili, O'Reilly Automotive en Time Warner Cable. Deze posities hebben een gewicht van tussen de 0,36% en 0,76% op portefeuilleniveau en doen er dus toe. Dit strookt

met het idee dat beleggen in hedgefondsen slechts toegevoegde waarde kan opleveren als men selectief is. Een portefeuille van meer dan 35-40 hedgefondsen is al snel te gediversifieerd en KCM gelooft dan ook in een geconcentreerdere aanpak (15-25 hedgefondsen) waarbij het optimale aantal fondsen afhankelijk is van de specifieke klantbehoefte.

5. Transparantie

Het feit dat transparantie genoemd wordt als reden om niet in hedgefondsen te beleggen is opmerkelijk. Het klopt dat de industrie voor de crisis van 2008 op zijn zachtst gezegd niet uitblonk in transparantie, maar de ontmaskering van Madoff in 2008 heeft geleid tot structurele veranderingen, veranderingen die veel verder gaan dan de dalende kostentrend zoals hierboven beschreven. Nog maar zelden treft KCM een hedgefondsmanager die de kaarten voor de borst probeert te houden. Wanneer dit toch het geval is, dan vormt dat een onoverkomelijk obstakel om het 'due diligence' proces in te gaan met een dergelijke partij. Door de opkomst van zogenaamde 'risk aggregation platforms', waarvan RiskMetrics de bekendste is, zijn vrijwel alle hedgefondsmanagers overgegaan tot het verschaffen van volledige portefeuille-transparantie zodat investeerders risicoanalyses (look-through exposures, VaR, stress-testing) kunnen uitvoeren. KCM werkt samen met RiskMetrics en heeft alle managers in portefeuille bereid gevonden ofwel RiskMetrics de volledige portefeuille toe te vertrouwen danwel KCM direct. Dankzij de geboden transparantie is het nu ook mogelijk op maat gesneden analyses uit te voeren op (maatwerk) portefeuilles waarmee het diversificatie-nut van een hedgefondsbelegging getoetst kan worden.

6. Duurzaamheid

Hedgefondsen staan niet per se bekend om hun duurzame karakter. Het is echter te kort door de bocht om hedgefondsen als homogene groep een gebrek aan duurzaamheid te verwijten. Er zijn hedgefondsen die zich op dit vlak positief onderscheiden en er zijn ook minder goede voorbeelden. De specifieke beleggingsaanpak speelt een grote rol bij het karakter van de beleggingen in hedgefondsen. KCM belegt voornamelijk in hedgefondsen die een lange-termijn georiënteerde strategie volgen en dus niet om de haverklap hun posities wijzigen op basis van het laatste datapunt. De geselecteerde partijen voeren geregeld een actieve dialoog met bestuurders van een onderneming waarvan zij aandelen of obligaties bezitten, maar manifesteren zich niet als agressieve activisten die zich richten op korte-termijnwaardecreatie. Daarnaast wordt er niet belegd in strategieën

die de schijn tegen hebben wat duurzaamheidscriteria betreft, zoals 'high frequency trading', 'dedicated short bias', 'death spiral Reg-D financing' etc. KCM kiest ceteris paribus liever voor een strategie die risicodragend kapitaal beschikbaar stelt aan het economisch systeem.

Aangezien hedgefondsen per saldo grotere longposities dan shortposities kennen, betekent dit dat zij overheden en bedrijven financieren. Het duurzaamheidskarakter van distressed debt fondsen wordt niet altijd goed op waarde geschat. Distressed debt fondsen verschaffen risicodragend kapitaal als niemand anders daar toe bereid is ('lender of last resort'). Hoewel deze fondsen geen liefdadigheidsinstellingen zijn (sterker nog ze hebben een riant winstoogmerk), fungeren zij wel als vangnet voor bedrijven die in surseance van betaling verkeren en zijn de belangen van de fondsen vaak gelijkgeschakeld met die van de medewerkers van een bedrijf. Bij het uitblijven van een nieuwe kapitaalverstrekker moeten ondernemingen in faillissement namelijk liquideren, terwijl er bij een succesvolle herstart vaak meer banen behouden kunnen worden. Ook heeft de distressed debt belegger baat bij een fundamenteel herstel van een bedrijf en kan banengroei hand in hand gaan met de winst van een hedgefonds.

Ten slotte kan duurzaamheid nog bekeken worden vanuit de bril van ESG uitsluitingscriteria. De blootstelling van hedgefondsen in de KCM portefeuilles naar bedrijven op de ESG uitsluitingslijst van KCM is nagenoeg nihil (totale exposure is kleiner dan 0,05%). Wat meteen opvalt is dat grote passieve huizen zoals State Street en Vanguard of grote long-only beleggers zoals Capital International en BlackRock wel veel beleggen in deze ondernemingen. De vraag is of de discussie over duurzaamheid bij het beleggen in hedgefondsen wel zo materieel is. KCM vraagt in het 'due diligence' proces in ieder geval expliciet naar het ESG-beleid van een hedgefondsmanager en de aanwezigheid hiervan wordt op prijs gesteld. Een en ander betekent niet dat hedgefondsen zich snel identificeren met duurzaam beleggen. Het laat wel zien dat een gebrek aan duurzaamheid niet meteen kenmerkend is voor de hedgefondsen-industrie.

7. Schaalbaarheid

Schaalbaarheid is door pensioenfonds CalPERS genoemd als argument om uit hedgefondsen te stappen. De hedgefondsenportefeuille van ruim \$4 miljard had naar hun mening onvoldoende impact op het totale fonds van bijna \$300 miljard en het was moeilijk op te schalen. Met een gemiddeld gewicht van €14,2 miljard in 2014 was de portefeuille van ABP in 2014 zo'n vierenhalf keer groter dan die van CalPERS, dus het lijkt wel degelijk mogelijk om grotere sommen geld in hedgefondsen te beleggen.

Er zijn capaciteitsgrenzen voor beleggers in hedgefondsen. Talent is schaars en het risico op overdiversificatie ligt op de loer als er veel geld wordt beheerd. Ook bemoeilijkt een grote pot geld een selectieve aanpak. Desondanks denken wij als KCM dat het zeker mogelijk moet zijn \$5 miljard te beheren zonder concessies te doen aan een selectieve beleggingsstijl.



Auteur: Remko van der Erf, Kempen Capital Management

Afhankelijk van de uitgangssituatie en doelstellingen van een pensioenfonds kan er bij KCM voor maatwerk (customization) of een bestaande fondsoplossing gekozen worden.

www.kempen.nl